

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KINERJA INTELLECTUAL CAPITAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (Studi Empiris pada Perusahaan Keuangan di BEI Periode Tahun 2009 – 2011)

Pramundityo Prasetyanto, Anis Chariri¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedarto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the relationship between the managerial ownership, institutional ownership, foreign ownership, intellectual capital performance using Pulic models (Value Added Intellectual Coefficient-VAICTM) as a method of quantifying and firm value (Tobin's Q). Is there a relationship between the ownership structure of both managerial ownership, institutional, and foreign and the intellectual capital performance to the firm market value. Data from this study were obtained from financial statements and annual reports of financial companies drawn from the Indonesia Stock Exchange. The population of this study is financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the years 2009-2011 for 52 companies. Determination of the sample using purposive sampling method. The type of data used are secondary data in the form of annual reports by the media financial companies. The method of analysis used in this study is multiple regression with SPSS computer program. The results of this study show that managerial ownership and institutional ownership of the financial sector companies in Indonesia have no significant effect on firm value (Tobin's Q). However, the ownership that comes from foreign ownership has a significant impact on firm value (Tobin's Q) with the positive direction. The results of this study also indicate that the performance of intellectual capital (VAICTM) have positive effect on firm value (Tobin's Q).

Keywords: ownership structure, intellectual capital, VAICTM, Tobin's Q

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan pada dasarnya adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya. Nilai perusahaan tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1978 dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006). Jensen, 2001 (dalam Suranta dan Machfoedz, 2003) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitasnya saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen.

Struktur kepemilikan menggambarkan komposisi kepemilikan saham baik pemerintah, institusional ataupun publik, asing, keluarga ataupun manajerial dari suatu perusahaan. Struktur kepemilikan dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yang memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena adanya kontrol yang mereka miliki (Wahyudi, 2006; dalam Putri, 2011).

Kemajuan di bidang teknologi informasi dan inovasi yang mengakibatkan pesatnya perkembangan di bidang perekonomian dan persaingan bisnis yang semakin ketat. Hal ini juga berdampak pada perubahan cara pengelolaan bisnis dan penentuan strategi bersaing agar perusahaan tersebut mampu bertahan. Para pelaku bisnis mulai menyadari bahwa kemampuan bersaing perusahaan tidak hanya terletak pada kepemilikan mesin-mesin atau infrastruktur tetapi lebih kepada inovasi, informasi, dan *knowledge* sumber daya manusia yang dimilikinya.

Penelitian ini menganalisis apakah ada hubungan pengaruh antara struktur kepemilikan dan kinerja *intellectual capital* terhadap nilai perusahaan dalam suatu lingkungan perusahaan di

¹ *Corresponding author*

Indonesia, khususnya perusahaan di bidang *finance* (keuangan, perbankan, asuransi, dan sekuritas) yang terdaftar di BEI pada tahun 2009-2011. Perusahaan di bidang industri *finance* ini dipilih oleh peneliti karena merupakan salah satu jenis *knowledge based industries* yang diantaranya adalah: industri komputer, industri software, industri yang bergerak di bidang penelitian, industri yang bergerak di bidang jasa (industri keuangan dan asuransi), dan lain-lain. Industri-industri tersebut memiliki kelebihan daripada sektor lain karena industri tersebut memanfaatkan inovasi-inovasi baik produk maupun jasa yang diciptakannya untuk bersaing dalam memberikan nilai tersendiri atas produk dan jasa yang dihasilkan bagi konsumen (Widiyaningrum, 2004; dalam Putri, 2011). Penelitian ini menggunakan *Value Added Intellectual Capital Coefficient* (VAICTM) yang dikembangkan oleh Pulic (1998, 2000) dalam Saleh *et al.*, (2008) dalam pengukuran kinerja modal intelektual. VAICTM ini dengan menggabungkan VACA (*Value Added Capital Employed*), STVA (*Structural Capital Value Added*), dan VAHU (*Value Added Human Capital*) (Pulic, 1998, 2000; dalam Saleh *et al.*, 2008).

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Agency theory menggambarkan hubungan antara *agent* dengan *principal*, dimana manajer sebagai *agent* dan *shareholder* sebagai *principal*. *Agent* diberikan mandat oleh *shareholder* (*principal*) untuk menjalankan bisnis demi kepentingan *principal* (Pujiati dan Widanar, 2009). *Agency theory* (teori keagenan) memunculkan argumentasi terhadap adanya konflik antara pemegang saham dengan manajer yang disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan di antara kedua pihak. Kepemilikan manajerial (*insider*) kemudian dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut. Kepemilikan *insider* dipandang dapat menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer, sehingga semakin tinggi kepemilikan *insider* akan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Damsetz (1983) dan Fama & Jensen (1983) menemukan bahwa dalam tahap tertentu, hubungan tersebut tidak selalu demikian. Dalam kepemilikan *insider* yang relatif rendah, efektifitas kontrol dan kemampuan menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer akan berdampak signifikan terhadap nilai perusahaan. Shleifer dan Vishny (1986) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin tinggi pula efektifitas mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Investor asing dinilai memiliki kapabilitas yang baik dalam menilai perusahaan sehingga dapat melakukan kontrol yang lebih besar terhadap manajemen. Kemampuan investor asing dalam melakukan kontrol dinilai dapat memilih manajerial yang berkualitas sehingga dapat dengan baik mengelola perusahaan.

Resources based theory menjelaskan bahwa perusahaan yang mengelola dan memanfaatkan sumber daya intelektual yang baik dapat mencapai keunggulan kompetitif dan nilai tambah. Atas dasar keunggulan kompetitif dan nilai tambah tersebut maka investor yang merupakan *stakeholder* akan memberikan penghargaan lebih kepada perusahaan dengan berinvestasi lebih tinggi sehingga menunjukkan nilai perusahaan yang lebih tinggi.

Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai perusahaan

Agency theory (teori keagenan) memunculkan argumentasi terhadap adanya konflik antara pemegang saham dengan manajer yang disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan di antara kedua pihak. Kepemilikan manajerial (*insider*) kemudian dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut. Kepemilikan *insider* dipandang dapat menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer, sehingga semakin tinggi kepemilikan *insider* akan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Damsetz (1983) dan Fama & Jensen (1983) menemukan bahwa dalam tahap tertentu, hubungan tersebut tidak selalu demikian. Dalam kepemilikan *insider* yang relatif rendah, efektifitas kontrol dan kemampuan menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer akan berdampak signifikan terhadap nilai perusahaan. Shleifer dan Vishny (1986) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin tinggi pula efektifitas mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Investor asing dinilai memiliki kapabilitas yang baik dalam menilai perusahaan sehingga dapat melakukan kontrol yang lebih besar terhadap manajemen. Kemampuan investor asing dalam melakukan

kontrol dinilai dapat memilih manajerial yang berkualitas sehingga dapat dengan baik mengelola perusahaan. Berdasarkan penelitian tersebut, maka hipotesis pertama dari penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- H1a: Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H1b: Struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H1c: Struktur kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

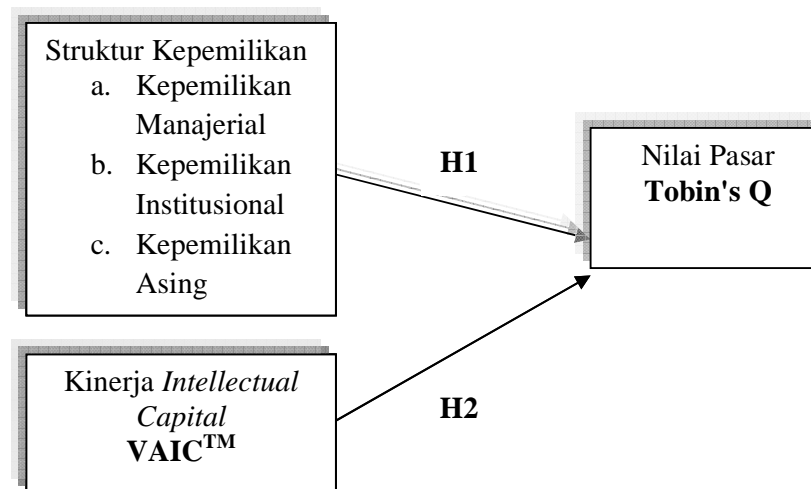
Pengaruh Kinerja *Intellectual Capital* Terhadap Nilai Perusahaan

Resources based theory membahas bagaimana perusahaan dapat mengolah dan memanfaatkan semua sumberdaya yang dimilikinya. Kaitannya dengan penelitian ini, *resources based theory* menjelaskan bahwa perusahaan yang mengelola dan memanfaatkan sumber daya intelektual yang baik dapat mencapai keunggulan kompetitif dan nilai tambah. Untuk mencapai keunggulan kompetitif, maka perusahaan harus memanfaatkan dan mengembangkan sumber modal perusahaan, salah satunya adalah *intellectual capital*. Lev (1987) dalam Ningrum (2012) berpendapat bahwa perusahaan akan mencapai keunggulan kompetitifnya manakala perusahaan tersebut memiliki sumber daya yang unggul. Sumber daya intelektual merupakan salah satu sumber daya yang dinilai penting dan memiliki peran dalam menciptakan keunggulan kompetitif.. Atas dasar keunggulan kompetitif dan nilai tambah tersebut maka investor yang merupakan *stakeholder* akan memberikan penghargaan lebih kepada perusahaan dengan berinvestasi lebih tinggi.

Dengan demikian, berdasarkan uraian diatas maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah:

- H2: Kinerja *intellectual capital* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Gambar 1
Model Hubungan Struktur Kepemilikan, Kinerja
***Intellectual Capital*, Dan Nilai Perusahaan**



METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan kinerja *intellectual capital*.. Kepemilikan manajerial merupakan proposi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer eksekutif (Saleh *et al.*, 2008). Manajer eksekutif ini meliputi manajer, direksi, dan dewan komisaris (Saleh *et al.*, 2008; dalam Putri (2011). Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan

saham yang dimiliki manajerial. Kepemilikan institusional merupakan proposi kepemilikan saham oleh institusi dalam hal ini institusi pendiri perusahaan, bukan institusi pemegang saham publik. Kepemilikan institusional diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*. Yang dimaksud dengan institusi adalah perusahaan investasi, bank, perusahaan, asuransi maupun lembaga lain seperti perusahaan. Sedangkan yang dimaksud dengan *blockholders* adalah kepemilikan individu atas nama perorangan yang kepemilikan sahamnya di atas 5% tetapi tidak termasuk dalam kepemilikan manajerial institusi (Sudarma, 2003; dalam Putri, 2011). Apabila suatu perusahaan terdapat lebih dari satu kepemilikan institusi yang dimiliki saham perusahaan, maka kepemilikan saham diukur dengan menghitung total seluruh saham yang dimiliki oleh seluruh pemilikan. Kepemilikan asing merupakan kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh pihak investor asing (Saleh *et al.*, 2008.). Apabila suatu perusahaan terdapat lebih dari satu kepemilikan asing memiliki saham perusahaan, maka kepemilikan saham diukur dengan menghitung total seluruh saham yang dimiliki oleh seluruh pemilikan asing. Kinerja *intellectual capital* diukur dengan metode VAICTM (*Value Added Intellectual Coefficient*) yang dikembangkan oleh Pulic (1998, 2000) dalam Saleh *et al.*, (2008), yang diukur berdasarkan *value added* yang diciptakan oleh ketiga komponennya, yaitu *value added of capital employee* (VACA), *value added of human capital* (VAHU) dan *structural capital value added* (STVA). Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai pasar perusahaan yang diukur dengan *Tobins Q*. *Tobins Q* adalah perbandingan antara *market value of equity* ditambah dengan hutang (*debt*) dengan *book market value* ditambah dengan hutang (*debt*).

Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2011. Sampel diambil dengan metode *purposive sampling*, yaitu dengan mengambil sampel yang telah ditentukan sebelumnya berdasarkan maksud dan tujuan penelitian dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI selama tahun 2009-2011.
2. Perusahaan yang termasuk dalam industri *finance* (keuangan).
3. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan auditan selama 3 tahun berturut-turut, yakni dari tahun 2009-2011.

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda atau *multiple regression*. Ghazali (2009), untuk menguji pengaruh lebih dari 1 variabel independen terhadap 1 variabel dependen menggunakan regresi berganda dan metode ini mensyaratkan untuk melakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu agar mendapatkan hasil yang terbaik. Uji asumsi klasik yang digunakan adalah uji normalitas data, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Pengujian hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji koefisien determinasi, uji signifikansi simultan (uji F), dan uji signifikansi parameter individual (uji t).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Berdasarkan kriteria-kriteria pengambilan sampel yang telah ditetapkan yaitu pada perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam perusahaan keuangan yang terdaftar di BEI dan mempublikasikan laporan keuangan selama 3 tahun berturut-turut dari tahun 2009 hingga 2011. Berdasarkan kriteria tersebut, sampel dalam penelitian ini sebanyak 52 yang dirinci pada tabel 1.

Tabel 1
Perincian Sampel

	Jumlah
Perusahaan keuangan terdaftar di BEI	75
Laporan keuangan tidak ada atau tidak bisa diakses di BEI	23
Jumlah	52
Total sampel selama periode penelitian ($52 \times 3\text{th}$)	156

Statistik Deskripsi Variabel

Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 52 perusahaan sektor keuangan. Dengan sistem *pooled cross sectional* yaitu dengan menggabungkan data *cross section* selama 3 tahun berturut-turut (2009-2011), maka data diolah sebanyak 156. Sebelum pengujian hipotesis, terlebih dahulu diuraikan gambaran sebaran nilai dari masing-masing variabel. Selanjutnya deskripsi dari masing-masing variabel dijelaskan berikut ini.

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INST	156	0.0000	98.1000	42.4988	31.4237
MANJ	156	0.0000	54.9700	2.5328	8.3705
ASING	156	0.0000	98.9600	26.9508	33.7335
VAIC	156	-11.6684	35.5384	3.9632	4.7911
TOBINSQ	156	0.3541	4.1396	1.0688	0.3863
Valid N (listwise)	156				

Sumber : Data Sekunder yang Diolah, 2012

Kepemilikan saham institusi sebagaimana pada tabel 2 diperoleh rata-rata dari perusahaan sampel selama tahun 2009 – 2011 sebesar 42,4988%. Hal ini berarti bahwa dalam sampel penelitian terdapat rata-rata 42,4988% kepemilikan saham oleh institusi domestik. Kepemilikan saham institusi terendah adalah sebesar 0,00% atau terdapat perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan saham yang berasal dari institusi domestik. Kepemilikan saham institusi tertinggi adalah sebesar 98,10%. Kepemilikan saham oleh institusi domestik diharapkan dapat memberikan pengawasan kepada manajerial.

Kepemilikan saham manajerial sebagaimana pada tabel 4.2 diperoleh rata-rata sebesar 2,5328%. Kepemilikan saham manajerial terendah adalah sebesar 0,00% atau terdapat perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan oleh manajerial (direksi atau komisaris) dan kepemilikan saham manajerial tertinggi adalah sebesar 54,97%. Kepemilikan saham oleh manajerial diharapkan dapat mewakili kepentingan investor dalam perusahaan.

Kepemilikan saham asing sebagaimana pada tabel 4.2 diperoleh rata-rata sebesar 26,9508%. Kepemilikan saham asing terendah adalah sebesar 0,00% atau terdapat perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan saham yang berasal dari institusi asing dan kepemilikan saham tertinggi adalah sebesar 98,96%. Kepemilikan saham oleh institusi asing diharapkan dapat memberikan pengawasan kepada manajerial.

Ukuran VAIC yang mencerminkan alokasi modal intelektual oleh perusahaan dari sampel penelitian selama tahun 2009 – 2011 diperoleh rata-rata sebesar 3,9632. Nilai VAIC terkecil adalah sebesar -11,6684 dan nilai VAIC terbesar adalah sebesar 35,5384.

Ukuran Nilai perusahaan yang diukur dengan menggunakan Tobins Q dari sampel penelitian selama tahun 2009 – 2011 diperoleh sebesar 1,0688. Hal ini berarti bahwa perusahaan sampel secara rata-rata memiliki nilai saham yang mengalami pertumbuhan. Nilai Tobins Q terkecil adalah sebesar 0,3541 dan nilai Tobins Q terbesar adalah sebesar 4,1396.

Normalitas Residual

Pengujian normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi antara variabel dependen dengan variabel independen keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah yang memiliki distribusi normal atau mendekati normal, yang dapat dilihat dengan menggunakan nilai signifikansi residual dari uji *Kolmogorov Smirnov*. Normal bila signifikansinya lebih besar dari α 0.05. Hasil pengujian normalitas data pada model faktor yang mempengaruhi VAIC dan yang mempengaruhi Tobins Q berdasarkan nilai residual sebagai berikut :

Tabel 4
Uji normalitas residual kedua setelah mengeluarkan outlier
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		125
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.18121256
Most Extreme Differences	Absolute	.061
	Positive	.061
	Negative	-.056
Kolmogorov-Smirnov Z		.678
Asymp. Sig. (2-tailed)		.747

a. Test distribution is Normal.

Sumber: Data Sekunder yang Diolah, 2012

Hasil pengujian normalitas pada tabel diatas menunjukkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian telah terdistribusi secara normal pada jumlah pengamatan sebanyak 125, hal ini dapat dilihat nilai *Kolmogorov-Smirnov* dari nilai residualnya yang berada diatas tingkat signifikansi 0,05 pada semua model.

Uji Multikolinieritas

Pengujian multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terdapat korelasi antar variabel independen. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi korelasi antar variabel independen yang dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Apabila nilai *tolerance* lebih besar dari 10% (0,10) dan nilai VIF lebih kecil dari 10 maka dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas antara variabel independen. Hasil pengujian diperoleh sebagai berikut:

Tabel 5
Hasil Pengujian Multikolinieritas

		Collinearity Statistics	
Model		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	INST	.273	3.666
	MANJ	.793	1.260
	ASING	.267	3.751
	VAIC	.958	1.043

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2012

Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa semua variabel bebas dari kedua model mempunyai nilai tolerance lebih besar dari 10% (0,10) dan nilai VIF yang berada di bawah angka 10 sehingga dapat dikatakan semua konsep pengukur variabel-variabel yang digunakan dalam kedua model regresi ini tidak mengandung masalah multikolinieritas.

Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Ukuran yang digunakan untuk menguji apakah terjadi heteroskedastisitas adalah dengan melihat nilai signifikansi t-test. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya diatas tingkat kepercayaan 0,05.

Jika semua variabel independen dalam model *Glejser* signifikan secara statistik lebih besar dari tingkat kepercayaan 0,05 maka dalam model regresi tersebut tidak terdapat heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas atau homoskedastisitas, yang dapat

dilihat dengan menggunakan Uji *Glejser Test* dimana hasil uji *Glejser Test* dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 6
Uji heteroskedastisitas model
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.204	.055		3.689	.000
	INST	.000	.001	-.246	-1.433	.154
	MANJ	-.002	.001	-.152	-1.513	.133
	ASING	-.001	.001	-.311	-1.787	.076
	VAIC	.002	.008	.025	.271	.787

a. Dependent Variable: AbsRes

Sumber: Data Sekunder diolah, 2012

Berdasarkan hasil pengujian heteroskedastisitas menunjukkan hasil uji *Glejser* bahwa semua variabel pada model penelitian memiliki tingkat signifikansi di atas 0,05 pada kedua model. Hal ini menunjukkan tidak adanya masalah heteroskedastisitas dalam model regresi tersebut.

Pengujian Autokorelasi

Pengujian Autokorelasi bertujuan untuk mengetahui ada atau tidaknya autokorelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya) dengan melihat hasil perhitungan angka *Durbin Watson*. Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi autokorelasi, yang dapat dilihat dengan menggunakan nilai *Durbin Watson*, dengan kriteria yaitu jika $du < dw < 4 - du$ berarti tidak ada autokorelasi positif atau negatif. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan uji *Durbin Watson* yang hasilnya disajikan sebagai berikut:

Tabel 7
Uji autokorelasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.320 ^a	.102	.072	.1842080	2.139

a. Predictors: (Constant), VAIC, ASING, MANJ, INST

b. Dependent Variable: TOBINSQ

Sumber: Data Sekunder yang Diolah, 2012

Hasil uji autokorelasi dalam model penelitian diperoleh nilai *Durbin Watson* sebesar 2,139. Sedangkan nilai *du* dari table diperoleh sebesar 1,77. Dengan demikian nilai *Durbin Watson* tersebut berada diantara 1,77 dan $4 - 1,77$ ($4 - du$) dan dapat disimpulkan tidak terjadi masalah autokorelasi pada sampel penelitian.

Koefisien Determinasi

Nilai koefisien determinasi menunjukkan besarnya kemampuan model persamaan regresi (independen variables) dalam menerangkan variabel terikat (dependen). Besarnya nilai koefisien determinasi dari model tabel di atas diperoleh sebagai berikut.

Tabel 8
Koefisien Determinasi

Model	<i>R square</i>	<i>Adjusted R square</i>
Tobin's Q	0,102	0,072

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2012

Pada tabel diatas ditunjukkan besarnya nilai koefisien determinasi (*Adjusted R Square*) pada model penelitian diperoleh sebesar 0,072 yang artinya 7,2% variasi dari Tobins Q dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen Struktur Kepemilikan dan VAIC, sedangkan sisanya sebesar 92,8 % Tobins Q dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lain selain variabel independen tersebut.

Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Uji signifikansi simultan (Uji F) digunakan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependennya (Ghozali, 2009). Hasil Uji F dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 9
Hasil Uji F
ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.464	4	.116	3.421	.011 ^a
	Residual	4.072	120	.034		
	Total	4.536	124			

a. Predictors: (Constant), VAIC, ASING, MANJ, INST

b. Dependent Variable: TOBINSQ

Dari hasil perhitungan statistik untuk model penelitian diperoleh nilai F sebesar 3,421 dengan tingkat signifikansi 0,011. Jika dilihat dari nilai signifikansi F tersebut diperoleh bahwa nilai signifikansi F lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel Struktur Kepemilikan manajerial, institusional, asing dan kineja *intellectual capital* (VAIC) secara bersama-sama (simultan) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap Tobins Q.

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji T)

Uji parametik individual tujuan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen.

Tabel 10
Tabel Koefisien Persamaan Regresi Linear
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.874	.088		9.910	.000
	INST	.001	.001	.161	.970	.334
	MANJ	.000	.002	-.048	-.495	.622
	ASING	.002	.001	.356	2.125	.036*
	VAIC	.028	.013	.197	2.231	.028*

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2012

*signifikan pada 5%

Berdasarkan tabel 4.8 tersebut diatas, maka dapat dibuat persamaan regresi linear yang mencerminkan hubungan antara variabel-variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$\text{Tobins Q} = 0,874 + 0,001 \text{ INST} + 0,000 \text{ MANJ} + 0,002 \text{ ASING} + 0,028 \text{ VAIC} + e$$

Dari Tabel 4.8 dapat diketahui koefisien regresi variabel Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Tobins Q diperoleh nilai t hitung sebesar -0,495 dengan signifikansi sebesar 0,622. Nilai signifikansi hasil lebih besar dari 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara parsial atau individu variabel Struktur Kepemilikan Manajerial tidak mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap Tobins Q. Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam penelitian ini H1a ditolak.

Koefisien regresi variabel Struktur Kepemilikan Institusional terhadap Tobins Q diperoleh nilai t hitung sebesar 0,970 dengan signifikansi sebesar 0,334. Nilai signifikansi hasil lebih besar dari 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara parsial atau individu variabel Struktur Kepemilikan Institusional tidak mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap Tobins Q. Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam penelitian ini H1b ditolak.

Koefisien regresi variabel Struktur Kepemilikan Asing terhadap Tobins Q diperoleh nilai t hitung sebesar 2,125 dengan signifikansi sebesar 0,036. Nilai signifikansi hasil lebih kecil dari 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara parsial atau individu variabel Struktur Kepemilikan Asing mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap Tobins Q. Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam penelitian ini H1c diterima.

Koefisien regresi variabel VAIC terhadap Tobins Q diperoleh nilai t hitung sebesar 2,231 dengan signifikansi sebesar 0,028. Tampak bahwa nilai signifikansi hasil lebih kecil dari 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara parsial atau individu variabel VAIC mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap Tobins Q. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini H3 diterima.

KESIMPULAN

Hasil pengujian mendapatkan bahwa dari 3 ukuran kepemilikan saham yaitu kepemilikan saham institusi, kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham asing, hanya variable kepemilikan saham asing saja yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan Tobin's Q dengan arah positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh asing dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Adanya kenaikan harga saham dapat terjadi karena meningkatnya kepercayaan dari investor terhadap perusahaan. Dalam hal ini nampaknya perusahaan yang banyak memiliki saham asing yang memiliki tingkat kepercayaan lebih tinggi dari investor publik. Hal ini karena investor asing dinilai memiliki kapabilitas yang baik dalam menilai perusahaan sehingga dapat melakukan kontrol yang lebih besar terhadap manajemen. Kemampuan investor asing dalam melakukan kontrol dinilai dapat memilih manajerial yang berkualitas sehingga dapat dengan baik mengelola perusahaan. Tingkat kepercayaan yang besar akan meningkatkan harga saham. Dalam hal ini nampaknya mekanisme kontrol dan pengawasan yang dilakukan oleh investor asing terhadap kinerja manajemen cenderung lebih baik.

Kepemilikan saham institusi domestik tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dikarenakan kepemilikan institusi tidak selalu dimiliki oleh satu institusi, karena beberapa perusahaan keuangan banyak yang memiliki lebih dari satu institusi domestik. Adanya kepemilikan saham institusi yang tidak terkonsentrasi juga menjadikan pengawasan oleh perusahaan pengendali juga dapat menjadi kurang optimal.

Data penelitian menunjukkan rata-rata kepemilikan saham institusi dari perusahaan sampel mencapai 42,4988% dari total saham yang ada. Selain itu terdapat pula perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan saham institusi (kepemilikan 0%) dan ada pula perusahaan yang memiliki kepemilikan saham institusi mencapai 98,10%. Beberapa perusahaan memiliki pemegang saham pengendali yang cukup kuat, sehingga kontrol dari pemegang saham non pengendali menjadi semakin rendah sehingga kinerja manajemen mungkin kurang memuaskan pemegang saham non pengendali sehingga nilai saham kurang mengalami kenaikan yang signifikan.

Agency theory (teori keagenan) memunculkan argumentasi terhadap adanya konflik antara pemegang saham dengan manajer yang disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan di antara kedua pihak. Dalam masalah keagenan (*agency problem*) memberikan argumentasi bahwa setiap pihak cenderung berusaha memaksimalkan kepentingan dirinya sendiri. Kepemilikan manajerial (*insider*) kemudian dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut. Dalam penelitian ini kepemilikan saham manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini mendukung Damsetz (1983) dan Fama & Jensen (1983) yang menyatakan bahwa dalam tahap tertentu kepemilikan insider yang tinggi tidak selalu mempengaruhi nilai perusahaan. Kondisi ini menjelaskan bahwa kepemilikan saham manajerial diperlukan oleh perusahaan namun dengan jumlah yang tidak tinggi. Kepemilikan manajerial diperlukan untuk mewakili kepentingan pemegang saham dalam pengelolaan perusahaan secara harian. Namun kepemilikan saham manajerial juga memiliki aspek negatif berupa semakin kuatnya posisi manajemen akan memungkinkan keputusan manajemen menjadi semakin tidak mewakili investor outsider.

Hasil pengujian mendapatkan bahwa VAIC memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Tobins Q dengan arah positif. Hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Arah koefisien regresi juga sesuai dengan yang diharapkan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar modal intelektual yang dialokasikan oleh perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Chen *et al.*, (2005). Penelitian tersebut dilakukan dengan menggunakan model Pulic untuk menguji hubungan kinerja *intellectual capital* (VAIC) terhadap nilai pasar dan kinerja keuangan perusahaan public di Taiwan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa VAIC berpengaruh secara positive terhadap nilai pasar dan kinerja keuangan. Ulum (2008) juga meneliti hubungan antara IC dengan kinerja perusahaan perbankan di BEI selama tahun 2004-2006. Hasil penelitian tersebut mengungkapkan bahwa VAIC berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Resources based theory membahas bagaimana perusahaan dapat mengolah dan memanfaatkan semua sumberdaya yang dimilikinya. Untuk mencapai keunggulan kompetitif, maka perusahaan harus memanfaatkan dan mengembangkan sumber modal perusahaan, salah satunya adalah *intellectual capital*. Lev (1987) dalam Ningrum (2012) berpendapat bahwa perusahaan akan mencapai keunggulan kompetitifnya manakala perusahaan tersebut memiliki sumber daya yang unggul. Sumber daya intelektual merupakan salah satu sumber daya yang dinilai penting dan memiliki peran dalam menciptakan keunggulan kompetitif.

Adanya pengaruh positif dari VAIC terhadap nilai perusahaan nampaknya dikarenakan VAIC yang besar berarti bahwa perusahaan lebih banyak mengalokasikan dana yang besar untuk pembiayaan modal intelektual berupa SDM dan beberapa sumberdaya lainnya. Alokasi sumber daya intelektual tersebut dapat dinilai sebagai upaya peningkatan kemampuan perusahaan dalam bersaing. Kondisi demikian dapat menjadi indikasi yang sangat dinilai positif oleh investor. Adanya pengaruh dari VAIC terhadap Tobins Q juga menunjukkan bahwa kinerja modal intelektual perusahaan akan dapat memberikan nilai perusahaan. Hal ini dapat disebabkan karena alokasi dana untuk modal intelektual dapat meningkatkan kualitas produksi secara umum yang pada akhirnya dapat meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, penelitian hanya dilakukan pada perusahaan sektor keuangan, sehingga variasi kondisi perusahaan kurang nampak. Kedua, laporan keuangan perusahaan sektor keuangan, khususnya perbankan seringkali memberikan data yang berbeda untuk tahun yang sama dari beberapa sumber sehingga ada kemungkinan terjadi perbedaan hasil jika menggunakan sumber data yang berbeda.

Atas dasar keterbatasan tersebut, untuk penelitian selanjutnya dapat diarahkan pada sampel perusahaan yang lebih banyak dan variatif. Dalam hal ini kondisi perusahaan lain dapat dilibatkan dalam penelitian selanjutnya dan dengan sampel yang lebih besar serta dapat menggunakan konsep lain untuk menentukan proksi dari variabel penelitian.

REFERENSI

- Appuhami, B. A. Ranjith. 2007. "The Impact of Intellectual Capital in Investors' Capital Gain on Shares: An Empirical Investigation of Thai Banking, Finance & Insurance Sector". *International Management Review*, Vol. 3, No. 2.
- Astuti, Dwi dan Sabeni, Arifin. 2005. Hubungan Intellectual Capital Dan Business Performance Dengan Diamond Specification : Sebuah Perspektif Akuntansi. *Simposium Seminar Nasional Akuntansi VIII Solo*, 15 – 16 September 2005
- Bontis, Nick, Chong Keow, W.C. and Richardson, S. 2000. *Intellectual Capital & Business Performance in Malaysian Industries*, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 1 No.1, pp 85-100.
- Chen, J., Zhu, Z. and Xie, H.Y. 2004. "Measuring intellectual capital: a new model and empirical study", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 5 No. 1, pp. 195-212.
- Chen, M.C., Cheng, S.J. and Hwang, Y. 2005. "An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6 No. 2, pp. 159-76
- Edvinsson, L. 1997. "Developing intellectual capital at Skandia", *Long Range Planning*, Vol. 30 No. 3, pp. 266-373.
- Edvinsson, L. and Malone, M. 1997. *Intellectual Capital: Realizing your Company's True Value by Finding its Hidden Brainpower*, Harper Collins, New York, NY.
- Firer, S. and Williams, S.M. 2003. "Intellectual capital and traditional measures of corporate performance", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4 No. 3, pp. 348-60.
- Firer, Steven. dan S. Mitchell Williams. 2000. "Firm Ownership Structure and Intellectual Capital Disclosures".
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2009. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 19*. Salemba Empat. Jakarta
- Lee, Sang-Mook. dan Keunkwan Ryu. 2003. "Management Ownership and Firm's Value: An Empirical Analysis using Panel Data". The Institute of Social and Economic Research Osaka University.
- Lemmon, Michael. dan Karl Lins. 2001. "Ownership Structure, Corporate Governance, And Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis". William Davidson Working Paper Number 393.
- Liang, Chiung-Ju, Tzu-Tsang Huang, dan Wen-Cheng Lin. 2011. "Does Ownership Structure Affect Firm Value? Intellectual Capital Across Industries Perspective". *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 12, Iss: 4, pp. 552–570.
- Maditinos, Dimitrios, Dimitrios Chatzoudes, Charalampos Tsairidis, Georgios Theriou. 2011. "The Impact of Intellectual Capital on Firms' Market Value And Financial Performance". *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 12, Iss: 1, pp. 132-151.
- Nasih, M. n.d. "Peran Strategis Intellectual Capital Sebagai Variabel Antara Pengaruh Financial Capital Terhadap Kinerja Perusahaan". Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.



- Pujiati, Diyah. dan Erman Widanar. 2009. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan Sebagai Variabel *Intervening*". Jurnal Ekonomi Bisnis & Akuntansi Ventura, Vol. 12, No. 1, hal. 71-86.
- Pulic, A. 1998. "Measuring the performance of intellectual potential in a knowledge economy", *paper presented at 2nd McMaster World Congress, www.vaic-on.net*
- Pulic, A. .2004. "Intellectual capital-does it create or destroy value?", *Measuring Business Excellence*, Vol. 8 No. 1, pp. 62-8.
- Putri, G. Dian Kharisma. 2011. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Umur Perusahaan Terhadap Kinerja *Intellectual Capital*". Skripsi. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Rahmayani, Diah. 2010. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan: Dengan Kinerja *Intellectual Capital* Sebagai Variabel Intervening". Skripsi. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Stewart, T.A. 1997. *Intellectual Capital: The New Wealth of Organisation*, Nicholas Brealey, London.
- Sudiyanto, Bambang. dan E. Puspitasari. 2010. "*Tobin's Q* dan *Altman Z-Score* Sebagai Indikator Pengukuran Kinerja Perusahaan". *Kajian Akuntansi*, Vol. 2, No. 1, h. 9 – 21.
- Suranta, Eddy. dan Mas'ud Machfoedz. 2003. "Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi". *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya.
- Tan, H.P., Plowman, D. and Hancock, P. 2007. "Intellectual capital and financial returns of companies", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8 No. 1, pp. 76-95.
- Ulum, Ihyaul, dkk. 2008. "Intellectual Capital dan Kinerja Keuangan Perusahaan; Suatu Analisis dengan Pendekatan Partial Least Squares". *Proceeding SNA XI*. Pontianak.
- Wahyudi, U. dan H. P. Pawestri. 2006. "Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan keuangan Sebagai Variabel Intervening". Padang: *Simposium Nasional Akuntansi 9*.
- Wibowo, Eko. 2012. "Analisis Value Added Sebagai Indikator Intellectual Capital dan Konsekuensinya Terhadap Kinerja Perbankan". *Skripsi Tidak Dipublikasikan*, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Jurusan Akuntansi, Universitas Diponegoro, Semarang.